

О-794707

На правах рукописи

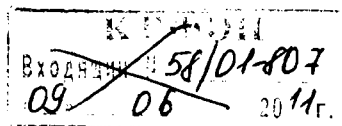
ЧЕРНЫШКИН Дмитрий Геннадиевич

ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ И РЕГУЛИРОВАНИЕ  
МАРЖИНАЛЬНЫХ СДЕЛОК НА РОССИЙСКОМ  
РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Саратов - 2011



Работа выполнена на кафедре финансов Саратовского государственного социально-экономического университета.

Научный руководитель - д-р экон. наук, профессор  
Киселев Максим Витальевич

Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор  
Гончарова Марина Вячеславовна  
- канд. экон. наук, доцент  
Травкина Елена Владимировна

Ведущая организация - Оренбургский государственный университет.

Защита состоится 25 июня 2011 года в 12<sup>00</sup> час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу:

410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке университета.

Автореферат разослан 24 мая 2011 года.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000714649

Ученый секретарь диссертационного  
совета, д-р экон. наук, профессор

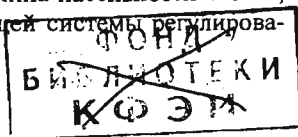
С.М. Богомолов

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Отчет американской Комиссии по рассмотрению причина мирового финансового кризиса 2008-2009 годов в качестве одной из главных причин краха финансовых рынков всего мира назвал "субъективный фактор". Другими словами, кризиса можно было бы избежать, так как он был результатом действий или бездействий участников торгов и представителей регулирующих органов. Либерализация законодательства в сфере финансовых рынков, доминировавшая в последние 20 лет, привела к более масштабному использованию финансовыми институтами так называемого кредитного рычага или финансового леввериджа. При этом Россия не стала исключением из данной общемировой тенденции. Более того, события, произошедшие на российском фондовом рынке в период острой фазы финансового кризиса 2008-2009 годов со всей очевидностью продемонстрировали многочисленные специфические, внутренние проблемы регулирования и функционирования российского рынка ценных бумаг. Российские фондовые индексы РТС и ММВБ к концу 2008 снизились более чем в пять, по сравнению с весной этого же года, в то время как в эпицентре кризиса - США падение индексов составило около 50%. Данный факт свидетельствует о том, что цены на российские активы падали не только под влиянием внешних факторов, воздействие которых не отрицается, но также и в результате многочисленных проблем и противоречий, накопившихся за новейшую историю становления и развития российского фондового рынка.

Среди внутренних факторов, оказавших наибольшее давление на котировки российских акций, можно назвать несовершенную систему управления маржинальными сделками - сделками, в которых участники используют не только свои, но и заемные средства, рассчитывая на положительный эффект финансового рычага. К началу кризиса доля сделок, в которых использовался капитал, на российском фондовом рынке приблизилась к 90% всего биржевого оборота, что свидетельствует о нарастании потенциала системного риска, способного вызвать необратимые негативные последствия на рынке. Кроме того, в качестве обеспечения по подобным сделкам участники рынка использовали низколиквидные ценные бумаги, в том числе и долговые, что прямо запрещено российским законодательством. В результате многочисленных дефолтов по корпоративным облигациям и краткого снижения котировок низколиквидных акций на российском фондовом рынке образовался кризис неплатежей, что и привело к описанным выше драматичным последствиям.

В этих условиях регулирующий орган российского фондового рынка - Федеральная служба по финансовым рынкам, оказался не способен оперативно воздействовать на участников торгов и профессиональных участников рынка - брокерские компании, биржи, регистраторы. Главная причина пассивности ФСФР, на наш взгляд, кроется в несовершенстве существующей системы регулирования и риск-менеджмента маржинальных сделок.



Стабилизация обстановки на российском фондовом рынке не привела, однако, к эволюции существующей системы регулирования и риск-менеджмента маржинальных сделок. В этой области по-прежнему не решенными остаются вопросы создания единого расчетного центра, механизмов пополнения торгового счета, злоупотребления заемными средствами и использования в качестве обеспечения немаржинальных ценных бумаг.

Названные и другие проблемы функционирования сегмента маржинальных сделок российского фондового рынка показывают острую необходимость их теоретического, методологического и практического решения. Даже фрагментарное перечисление существующих проблем свидетельствует об актуальности исследования.

**Степень разработанности проблемы.** Научный интерес к проблеме маржинальных сделок у исследователей возник в начале XX века после обвала фондового рынка США в преддверии Великой американской депрессии. Однако по настоящему глубокие исследования маржинальных сделок можно найти в работах, опубликованных во второй половине прошлого века. Несомненная заслуга в анализе различных аспектов биржевых сделок с использованием заемного капитала принадлежит Г.Александреру, Э.Брэдли, Дж.Бэйли, Т.Тьюлзу и У.Шарпу.

Среди отечественных исследователей, занимавшихся различными проблемами маржинальных сделок можно отметить Н.Аппеснскую, А.Арифджанову, В.Галазова, Д.Иоффе, А.Еременко, С.Пухова, В.Титова.

Проблемами регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг занимались Л.Григорьев, В.Булатов, Я.Миркин, В.Потапова, Ю.Приходина, М.Салихов.

Проблемы риска и доходности маржинальных сделок нашли свое отражение в работах российских исследователей В.Ильина, С.Криворучко, М.Кудрявцева и Н.Сердюкова.

В работах таких российских авторов как А.Абрамов, М.Бланк, А.Суэтин исследована роль маржинальных сделок в разворачивании кризиса на российском фондовом рынке в 2008 году.

Отдельные проблемы развития российского рынка ценных бумаг нашли свое отражение в работах П.Ланскова, В.Плескачевского, А.Потемкина, М.Прияшниковой, Б.Рубцова.

Однако, несмотря на всестороннюю оценку маржинальных сделок в отечественной и зарубежной литературе, анализ существующих работ показал, что большинство исследователей рассматривают проблемы маржинальных сделок в контексте общих проблем национального фондового рынка. Таким образом, за пределами научных дискуссий остались вопросы понятийного аппарата маржинальных сделок, подходов к пониманию их сущности, функций, которые заемный капитал выполняет на рынке ценных бумаг. В частности, необходим глубокий анализ специфики российского подхода к определению маржинальных сделок, который значительно отличается от зарубежного понимания сущности данного инструмента. Мало изучена роль маржинальных сделок в формировании и

поддержания ценовых трендов на акции и облигации, обращающиеся на биржах, в процессах по оптимизации инвестиционного портфеля, недостаточны сведения и об иных функциях маржинальных сделок. Свидетельством отсутствия научного охвата этих и иных проблем маржинальных сделок является тот факт, что в России практически не ведется официальная статистика биржевых сделок с использованием заемного капитала в то время как за рубежом подобные расчеты ведутся уже почти столетие.

Требуют доработки теоретические и методологические основы управления рисками маржинальных сделок. В работах ряда российских и зарубежных ученых содержатся исследования рисков на микроуровне, то есть применительно к отдельным участникам торгов, в то время как проблема системного и иных рисков на уровне национального рынка в целом изучена крайне слабо. События, произошедшие осенью 2008 года на российском рынке ценных бумаг, со всей очевидностью продемонстрировали, что система управления рисками маржинальных сделок на российском рынке не эффективна.

Не менее остро стоят проблемы взаимодействия государственных регулирующих органов и саморегулируемых организаций (СРО). В частности, не решены остаются вопросы отнесения различных функций по сбору и обработке статистических данных относительно маржинальных сделок, согласованных действий ФСФР и СРО в части мониторинга и пресечения нарушений в сфере использования заемного капитала. Эти и другие пробелы в научном освещении проблем маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг подтверждают актуальность темы исследования и необходимость ее теоретического, методологического и практического развития, что предопределило цель, задачи и структуру работы.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Перед исследованием была поставлена цель постановки, теоретического обоснования и решения комплекса вопросов, связанных с разработкой методологических подходов и научно-практических рекомендаций по совершенствованию механизмов функционирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг.

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи:

- раскрыть сущностное содержание эффекта финансового рычага, выявить факторы, влияющие на эффект финансового рычага на рынке ценных бумаг;
- уточнить и дополнить функции, которые выполняют маржинальные сделки на фондовом рынке;
- систематизировать существующие варианты классификаций рисков на рынке ценных бумаг, предложить авторскую классификацию рисков маржинальных сделок, учитывающую недостатки и преимущества существующих подходов;
- уточнить понятие и раскрыть сущность системного риска на рынке ценных бумаг;

- определить факторы, влияющие на потенциал системного риска рынка ценных бумаг; выявить основные показатели, требующие постоянного мониторинга в целях недопущения актуализации системного риска;
- определить роль маржинальных сделок в формировании предпосылок к развитию кризиса на рынке ценных бумаг России в 2008 году;
- выявить недостатки существующей системы регулирования маржинальных сделок в России;
- разработать методологические подходы и механизмы регулирования маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг, обеспечивающие снижение системных и несистемных рисков;
- предложить и обосновать меры по повышению качества взаимодействия между государственным регулирующим органом и саморегулируемыми организациями в части регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

**Предметом исследования** в диссертационной работе являются экономические отношения, возникающие между профессиональными участниками, регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и участниками маржинальных сделок на рынке ценных бумаг.

**Объект исследования** - маржинальный сегмент рынка ценных бумаг России, его участники, инструменты, инфраструктура, механизмы регулирования.

**Теоретическую основу** диссертационного исследования составили теория финансов, теория финансовых рынков и финансовых институтов в части теории ценообразования на финансовые активы, теории принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности. В диссертационном исследовании использовались фундаментальные труды российских и зарубежных исследователей в области теории и практики организации финансовых рынков, финансового менеджмента и фундаментальные положения о развитии рыночной экономики. Также в работе использовались методологические и прикладные разработки специалистов и профессиональных участников рынка ценных бумаг. Среди них особое место занимают работы, выполненные экспертами Российской торговой системы, Московской межбанковской валютной биржи, Федеральной службы по финансовым рынкам и Национальной ассоциацией участников фондового рынка.

**Методологической базой** диссертации являются диалектический, исторический и системный подходы, позволяющие исследовать проблему в целом и отдельные ее вопросы в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. В диссертационном исследовании использовались методы сравнительного, логического, функционально-структурного, финансового анализа. Также применялись различные приемы и методы статистико-математического анализа. Были задействованы статистические методы, в частности анализ динамических рядов.

**Информационной базой** диссертационного исследования послужили законодательные и нормативные акты, регулирующие процессы заключения маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг, материалы Федеральной службы по финансовым рынкам, Национальной ассоциации участников фондо-

вого рынка, Комитета по собственности Государственной Думы Российской Федерации, данные Министерства финансов. При написании работы использовались научно-практические публикации в периодических изданиях и размещенные в сети Интернет, а также экспертные мнения представителей крупнейших профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области.

**Научная новизна** в целом состоит в разработке авторской концепции развития маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг, позволяющей определить методологические принципы и методы взаимодействия регулирующих органов, профессиональных участников и саморегулируемых организаций, и на этой основе выработать конкретные механизмы снижения системных и иных рисков маржинального сегмента российского фондового рынка.

Основные научные результаты и их новизна состоят в следующем:

- разработана авторская трактовка понятия "эффект финансового рычага", под которым предлагается понимать способность заемного капитала оказывать влияние на изменение финансового результата деятельности хозяйствующего субъекта в зависимости от величины и дифференциала финансового рычага;

- систематизированы и дополнены функции маржинальных сделок, среди которых выделены функции увеличения абсолютной и относительной доходности участников рынка, диверсификации инвестиционного портфеля, обеспечения оптимального соотношения между риском и доходностью инвестиционного портфеля, функция создания с помощью заемных средств разнообразных инвестиционных стратегий, функция извлечения прибыли за счет падения рыночной стоимости ценных бумаг, осуществления арбитражных операций, функция совмещения инвестиционной и спекулятивной деятельности, хеджирования риска, повышения ликвидности и эффективности финансового рынка и функция создания и поддержания ценовых трендов;

- раскрыты и классифицированы несистемные риски маржинальных сделок на рынке ценных бумаг, к числу которых, в частности, отнесены рыночные риски (риски временной приостановки торгов, изменения уровня маржи, процентные и правовые риски, риски ликвидности и экстремальных убытков), риски в сфере обращения ценных бумаг (риски торговых площадок, поставок, урегулирования расчетов, регистраторов и депозитариев и операционные риски) и риски, связанные с мошенничеством и ошибками брокерских компаний (риски неисполнения обязательств и утраты контроля со стороны брокера);

- разработана авторская трактовка понятия системный риск маржинальных сделок, под которым предложено понимать бифуркационный риск, связанный с неспособностью одного из крупнейших участников маржинальных сделок выполнить свои обязательства должным образом, что может привести к нарушению нормального функционирования финансового рынка;

- выявлены показатели, характеризующие накопление потенциала системного риска, за которыми необходим постоянный мониторинг в целях недопущения его актуализации: уровень начальной и критической маржи участников рынка, список маржинальных ценных бумаг, доступных для открытия коротких позиций и используемых в качестве обеспечения по длинным маржинальным

позициям, уровень ликвидности маржинальных ценных бумаг, волатильность рынка, вероятность временной приостановки торгов, устойчивость существующего ценового тренда;

- на основе анализа роли маржинальных сделок в разворачивании кризиса на российском фондовом рынке в 2008 году предложены авторские рекомендации по совершенствованию системы регулирования маржинальных сделок в России;

- определены функции по регулированию маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг, которые должны быть делегированы саморегулируемым организациям отечественного фондового рынка.

**Теоретическая и практическая значимость** работы заключается в том, что разработанная автором концепция регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг развивает теорию финансов в части теории ценных бумаг и теории финансовых рынков и финансовых институтов. Авторские теоретические положения доведены до конкретных методических и практических разработок и рекомендаций, имеющих важное народнохозяйственное значение - снижение системного и иных рисков, связанных с использованием заемных средств на рынке ценных бумаг.

Разработанные в диссертации научные положения и практические рекомендации могут быть использованы:

- Федеральной службой по финансовым рынкам при выполнении надзорной и контрольной функций за маржинальными сделками, заключаемыми на российском рынке ценных бумаг,

- саморегулируемыми организациями при формировании предложений по изменению федерального законодательства в области маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг,

- организаторами торгов при усовершенствовании системы риск-менеджмента заключаемых на рынке маржинальных сделок,

- органами законодательной власти при разработке правового поля маржинальных сделок, заключаемых на российском рынке ценных бумаг,

- в учебных программах при изучении курсов "Рынок ценных бумаг", "Финансовые рынки и финансовые институты", "Финансовый менеджмент", "Инвестиции".

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты исследования использованы в докладах на международных, всероссийских, региональных и межвузовских научных и научно-практических конференциях (Саратов, 2010-2011 гг., Ставрополь, 2011 г., Москва, 2011 г.)

Наиболее существенные положения и результаты следования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 5,44 п.л.

Предлагаемые автором практические рекомендации по управлению рисками и совершенствованию учета маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг нашли применение в деятельности инвестиционных компаний "Юнити-Траст", "Открытие".

Основные теоретические разработки используются в учебных программах кафедры финансов Саратовского государственного социально-экономического



университета по следующим дисциплинам: "Финансовый менеджмент", "Инвестиции", "Иностранные инвестиции", "Рынок ценных бумаг", "Рынок ценных бумаг зарубежных стран".

**Объем и структура работы.** Работа имеет следующую структуру, определенную логикой исследования и совокупностью решаемых в нем задач.

Введение

Глава 1. Теоретический анализ маржинальных сделок как инструментов рынка ценных бумаг

1.1. Понятие, природа и специфика маржинальных сделок

1.2. Механизм совершения и функции маржинальных сделок

1.3. Законодательные и иные ограничения маржинальной торговли в России

Глава 2. Системные и несистемные риски совершения маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг

2.1. Классификация рисков маржинальных сделок. Несистемные риски.

2.2. Системные риски маржинальных сделок на рынке ценных бумаг.

2.3. Роль маржинальных сделок в развертывании кризиса российского рынка ценных бумаг в 2008 году.

Глава 3. Совершенствование системы регулирования маржинальной торговли на российском рынке ценных бумаг.

3.1. Проблемы регулирования маржинальных сделок в России

3.2. Направления снижения системного риска маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг

3.3. Создание эффективной системы взаимодействия с саморегулируемыми организациями в части регулирования маржинальных сделок в России

Заключение

Библиографический список литературы

Приложения

Объем диссертации составляет 145 страниц. Список использованной литературы содержит 108 источников. В работе представлены 1 рисунок, 3 таблицы и 2 приложения.

## **ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

Результаты диссертационного исследования представлены в трех группах взаимосвязанных между собой научно-практических проблем.

**Первая группа проблем** связана с теоретическим анализом, а также с уточнением, дополнением и сведением в единый комплекс теоретических и организационно-методологических основ маржинальных сделок, заключаемых на рынке ценных бумаг.

Анализ природы маржинальных сделок, заключаемых на рынке ценных бумаг с привлечением заемного капитала в форме денежных средств или ценных бумаг, показал, что российский подход к пониманию сущности данного инструмента значительно отличается от западного понимания. Российский законодатель останавливается на перечислении признаков маржинальной сделки, без описания ее типа, характеристики процесса, особых условий и иных аспектов

сделки, в то время как зарубежная теория и практика концентрируется именно на описании самой сделки, счетов, контрагентов и порядка расчетов по ней. Развитие института маржинальной торговли в России существенно ограничено данным обстоятельством. Так, в российской научной литературе, посвященной проблемам финансового рычага, до сих пор не сложилось единого мнения относительно определения термина "эффект финансового рычага". В этой связи в диссертационной работе было предложено авторское определение данного термина, в соответствии с которым под эффектом финансового рычага предложено понимать способность заемного капитала оказывать влияние на изменение финансового результата деятельности хозяйствующего субъекта в зависимости от двух факторов - величина и дифференциал финансового рычага.

Авторское определение понятия "эффект финансового рычага" имеет следующие преимущества:

- 1) постулирует прямую зависимость эффективности использования заемных средств и эффектом финансового рычага,
- 2) демонстрирует механизм возникновения эффекта финансового рычага.
- 3) относится ко всем операциям, в которых используется заемный капитал, совершаемым как в реальном секторе экономики, так и на финансовых рынках.

Таким образом, из авторского определения понятия "эффект финансового рычага" следует, что на результативность использования заемного капитала оказывают влияние как минимум два фактора. Однако примечательно к рынку ценных бумаг можно выделить дополнительные к уже имеющимся факторы (Таблица 1).

**Таблица 1. Факторы, определяющие эффект финансового рычага**

Факторы	Описание
Ликвидности	Покупка или использование в качестве залога низколиквидных ценных бумаг может негативно сказаться на финансовом результате участника торгов.
Волатильности	Высокое значение волатильности приводит к тому, что размер обеспечения как по коротким, так и по длинным позициям в течение короткого периода времени может снизиться до критического значения, что вынудит брокера осуществить принудительное закрытие маржинальных позиций клиента.
Возможность оперативно пополнить торговый счёт	Клиент брокерской компании не всегда имеет возможность оперативно пополнить свой торговый счет с целью увеличения доли собственных средств в общем объеме инвестированного капитала. В результате брокер осуществляет принудительное закрытие маржинальных позиций клиента, что может привести к незапланированным убыткам.
Начальный и критический уровни маржи	Устанавливают непосредственные границы для доли собственных средств в общем объеме изначально инвестированного капитала, а также критическое значение данного показателя, превышение которого приводит к принудительному закрытию маржинальных позиций.

Каждый из выделенных факторов влияет на принятие решений участником рынка относительно целесообразности использования заемных средств и относительно соотношения риска и потенциальной доходности каждой конкретной

операции. Анализ данных факторов позволит в дальнейшем определить риски и преимущества маржинальных сделок на рынке ценных бумаг.

Анализ механизма совершения маржинальных сделок позволяет сделать вывод, что основные принципы и способы использования заемных средств на рынке ценных бумаг лишь незначительно эволюционировали за последние сто лет. В работе продемонстрировано, что процедура открытия маржинальной позиции схожа с кредитной линией, открываемой кредитной организацией своим клиентам - необходимые ресурсы доступны для заемщика в любой момент времени, но плата за пользование заемными средствами начинается исчисляться с момента фактической маржинальной операции.

Опрос, проведенный среди профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области, показал, что до 70% всех доходов брокерских компаний формируются за счет комиссионного вознаграждения, взимаемого при совершении клиентами брокера маржинальных сделок. В этой связи брокерские компании стремятся расширить практику маржинального кредитования своих клиентов. Однако Федеральная служба по финансовым рынкам накладывает ограничения на возможности брокерских компаний по предоставлению своим клиентам возможности совершать сделки с финансовым рычагом. В частности, регулятор ограничивает список ценных бумаг, которые могут быть использованы в качестве залога по займам, список ценных бумаг, которые можно продавать без покрытия, а также уровни начальной и критической маржи.

Далее в диссертационной работе исследована сущность маржинальных сделок, проявляющаяся в выполняемых ими функциях. В отечественной научной литературе, посвященной проблемам заемных средств на рынке ценных бумаг, наиболее часто упоминаемой функцией маржинальных сделок является спекулятивная функция, то есть функция генерации дополнительной прибыли. Суть данной функции в том, что заемный капитал позволяет генерировать дополнительную прибыль. Однако, как доказывается в диссертационном исследовании, помимо спекулятивной маржинальные сделки выполняют и другие функции, а именно:

1) функция диверсификации инвестиционного портфеля, которая реализуется за счет включения в портфель большего, чем мог себе позволить участник торгов до использования заемных средств, числа некоррелируемых инструментов;

2) функция обеспечения оптимального соотношения между риском и доходностью инвестиционного портфеля. Реализация данной функции обеспечивается за счет одновременного открытия разнообразных позиций как на повышение, так и на понижение рынка, что позволяет сформировать оптимальный инвестиционный портфель, обеспечивающий требуемую доходность при минимальном риске;

3) функция создания с помощью заемных средств разнообразных инвестиционных стратегий за счет включения в инвестиционный портфель дополнительного количества финансовых инструментов;

4) функция извлечения прибыли за счет падения рыночной стоимости ценных бумаг. Продажа заемных ценных бумаг позволяет извлекать прибыль и на падающем рынке, чем и пользуется огромное число пессимистично настроенных участников торгов. Выполнение данной функции играет большую роль не только в деятельности участников торгов, но и является одним из самых весомых источников дохода брокерских компаний;

5) арбитражная функция. С помощью маржинальных сделок участник рынка ценных бумаг получает возможность осуществлять короткую продажу относительно дорогого инструмента и одновременную покупку относительно дешевого, что гарантирует наличие арбитражной прибыли;

6) хеджерская функция. Суть данной функции в том, что участник рынка ценных бумаг имеет возможность хеджировать риски своих основных позиций с помощью противоположных по виду операций сделок с коррелируемыми инструментами. Даная стратегия реализуется, как правило, с применением ценных бумаг одной отрасли, между которыми наблюдается высокая корреляция.

7) функцию совмещения инвестиционной и спекулятивной деятельности. Данная функция реализуется за счет формирования долгосрочной инвестиционной позиции и одновременного совершения спекулятивных, краткосрочных операций;

8) функция повышения ликвидности и эффективности финансового рынка. Спекулятивно настроенные участники рынка, использующие в своих стратегиях как собственный капитал, так и заемные средства, повышают ликвидность рынка, а, следовательно, и его эффективность.

9) функция создания и поддержания ценовых трендов. Именно маржинальные сделки позволяют строить пирамидообразные инвестиционные стратегии, которые лежат в основе формирования и поддержания ценовых трендов на финансовых рынках.

Несмотря на многообразие выделенных в работе функций маржинальных сделок, необходимо признать, что главной функцией является генерация дополнительной прибыли за счет достижения положительно эффекта финансового рычага. Однако, как следует из предложенного выше определения, эффект финансового рычага может быть и отрицательным. В этом случае маржинальные сделки способны генерировать многочисленные риски, в том числе и системные. В этой связи особую актуальность приобретают проблемы регулирования маржинальной торговли.

Критический анализ существующего правового поля маржинальной торговли на рынке ценных бумаг России позволил сделать вывод, что нормативные акты Федеральной службы по финансовым рынка принимались в условиях отсутствия времени, опыта и иных ресурсов на глубокую проработку не только нормативной базы, но и самого вектора развития данного сегмента рынка.

Второй, выделенный в диссертационной работе, существенный недостаток существующего правового поля маржинальных сделок заключается в том, что определение маржинальных сделок, предложенное ФСФР, противоречит нормам Гражданского кодекса РФ. Постановление ФСФР, само по себе не являю-

щееся законодательным актом, содержит определение маржинальной сделки (через ее признаки), противоречащее основным типам сделок, перечисленных в Гражданском Кодексе РФ.

Таким образом, в работе постулируется, что несмотря на более чем десятилетний опыт регулирования маржинальных сделок на рынке ценных бумаг, в данной сфере все еще существует множество белых пятен и противоречий, наиболее значимыми из которых являются:

1) использование серых схем по увеличению официального разрешенного уровня финансового рычага,

2) неспособность регулирующих и контролирующих органов оградить начинающих участников рынка от рисков совершения операций с большим финансовым рычагам,

3) отсутствие возможности борьбы со злоупотреблениями брокерскими компаниями в отношении неправомерного использования активов своих клиентов,

4) нерешенность проблемы регулирования и регламентирования механизма пополнения торгового счета клиента в случаях снижения уровня маржи до критического уровня.

Таким образом, в диссертационном исследовании делается вывод об отсутствии эффективной системы регулирования рынка маржинальных услуг в России, что приводит к аккумулярованию многочисленных рисков, в том числе и системных, на российском рынке ценных бумаг.

**Вторая группа проблем** посвящена исследованию системных и несистемных рисков, связанных с заключением маржинальных сделок на рынке ценных бумаг, а также выявлению и оценке роли, которую маржинальные сделки сыграли в кризисе российского фондового рынка в 2008 году.

Проблема рисков маржинальных сделок приобрела особую актуальность после сильнейшего падения российского рынка ценных бумаг в 2008 году, когда значения российских фондовых индексов снизились более чем в пять раз по сравнению со своими максимальными значениями, достигнутыми в этом же году. Тот факт, что значения фондовых индексов зарубежных стран снизились не более чем в два раза, заставляет признать, что снижение российского фондового рынка происходило под влиянием не столько внешних, сколько внутренних факторов, среди которых, как доказывается в диссертационном исследовании, фактор актуализации рисков маржинальных сделок является наиболее значимым. В этой связи остро встала проблема исследования рисков, с которыми сопряжены маржинальные сделки на рынке ценных бумаг.

Обзор научной литературы, посвященной проблемам рисков маржинальных сделок, показал, что и отечественные и зарубежные исследователи крайне мало внимания уделяли проблемами сущности и классификации рисков маржинальных сделок. По этой причине в работе использован опыт изучения рисков операций на финансовых рынках в целом, который впоследствии применен к анализу рисков маржинальных сделок. Исследовав существующие варианты классификаций рисков, присущих операциям на финансовом рынке, и найдя их неу-

довлетворительными в силу расплывчатости используемых критериев и низкой практической ценности, в работе была поставлена и успешно решена задача построения авторской классификации, обладающей теоретической и практической значимостью. В этих целях были объединены преимущества классификаций ряда российских авторов и экспертов саморегулируемых организаций. Авторская классификация рисков маржинальных сделок предполагает деление всех рисков, связанных с маржинальными сделками на рынке ценных бумаг, на две группы - системные и несистемные. К несистемным рискам были отнесены рыночные риски, риски в сфере обращения ценных бумаг и риски, связанные с мошенничеством и ошибками брокерских компаний (Рис. 1).



**Рис. 1. Классификация несистемных рисков фондового рынка**

При этом рыночные риски также подразделяются на риски, вызванные внешними и внутренними факторами. К рискам, возникающим по внешним причинам и, следовательно, лишь частично подконтрольным со стороны участников торгов, были отнесли риски потерь в результате временной приостановки торгов и административного изменения уровня маржи. В группу рыночных рисков, связанных исключительно с внутренними факторами, относятся риски потерь в связи с отрицательным значением финансового рычага (процентный риск), низкой ликвидности маржинальных ценных бумаг, экстремальной волатильности рынка и правовых пробелов и противоречий.

К другой группе несистемных рисков относятся риски, возникающие в сфере обращения ценных бумаг (риски торговых площадок, поставок ценных бумаг, урегулирования расчетов, операционный риск и риски регистраторов и депозитариев). Последняя группа рисков (риски, связанные с мошенничеством и ошибками брокерских компаний) включает риски неисполнения обязательств со стороны брокера и утраты контроля со стороны брокера за маржинальными позициями клиентов.

Представленная авторская классификация рисков обладает не только теоретической ценностью (четкие критерии, открытость), но имеет и практическую значимость, которая заключается в том, что разнесение рисков маржинальных сделок по группам системные и несистемные и связанные с внешними и внутренними факторами может быть использовано регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и риск-менеджментом профессиональных участников рынка ценных бумаг в целях построения эффективной системы управления рисками, связанными с использованием заемных средств на финансовом рынке.

Ввиду того, что системные риски маржинальных сделок способны привести к краху национальной финансовой архитектуры, данной проблеме в диссертационном исследовании уделено особое место. Анализ работ российских и зарубежных авторов показал, что понятие "системный риск", в отличие от "систематического риска" изучено слабо. В этой связи в работе предложена авторская трактовка системного риска, учитывающая как наработки теории систем, так и эмпирические данные многочисленных финансовых кризисов. Под системным риском маржинальных сделок в работе предложено понимать бифуркационные риски, связанные с неспособностью одного из участников маржинальных сделок выполнить свои обязательства должным образом, что может привести к нарушению нормального функционирования других участников рынка. При этом в диссертации доказывается, что системность как характеристика риска возникает исключительно в связи с масштабами, так как ошибочные действия небольших по размеру участников торгов не способны привести к актуализации системного риска. Масштабность, однако, есть характеристика не размера собственных средств участника, но размера активов, которые, как следует из первой части работы, могут быть значительно увеличены за счет использования финансового рычага.

Многочисленные эмпирические данные свидетельствуют, что накопление потенциала системных и несистемных рисков и превышение ими некоторой критической отметки может подставить под угрозу национальную финансовую архитектуру. В этой связи регулирующие органы должны отслеживать ряд важных показателей, индикаторов уровня рисков маржинальных сделок. Среди таких показателей в работе выделены следующие: уровень маржи, уровень ликвидности, показатель волатильности, вероятность приостановки торгов и устойчивость существующего тренда.

Однако осуществление постоянного мониторинга за указанными показателями не является гарантом того, что существующие проблемы маржинальных

сделок не перерастут в системный кризис. В этой связи у ряда экспертов возникает сомнение в целесообразности существования самого института маржинальных сделок в его нынешней форме. Для того, чтобы выявить роль заемного капитала в появлении условий и развертывании финансового кризиса 2008-2009 годов в России, в работе осуществлен анализ событий, произошедших на российском фондовом рынке в этот период времени. Данный анализ показал, что причиной кризисных явлений является не природный дефект самого инструмента (маржинальных сделок), но многочисленные злоупотребления заемным капиталом и отсутствие эффективной системы управления рисками на макроуровне. Так, опрос участников рынка ценных бумаг Саратовской области показал, что все компании, участвовавшие в опросе, сознательно идут на увеличение размеров финансового рычага и не соблюдают требования ФСФР в отношении критического уровня маржи (Таблица 2)

**Таблица 2. Результаты опроса профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области**

Показатель	Крупная региональная компания	Малая региональная компания	Федеральная компания
Доля маржинальных сделок в общем объеме клиентских операций компании (%)	30	20	40
Максимальный размер финансового рычага, доступный для самых "лояльных" клиентов	1 к 3	1 к 3	1 к 10
Доля клиентов, для которых возможно превышение официально разрешенного уровня финансового рычага	5	3	10
Критический уровень маржи для наиболее лояльных клиентов (%)	15-35	35	5-10

Результаты анализа роли маржинальных сделок в развертывании кризиса российского фондового рынка 2008 года, а также результаты проведенного опроса профессиональных участников рынка ценных бумаг позволяют сделать следующие выводы:

1) маржинальные сделки играют существенную роль в функционировании национального фондового рынка и в кризисные периоды их роль (прежде всего - негативная) значительно усиливается. Высокорисковые операции некоторых крупных участников рынка, связанные с использованием финансового рычага, размер которого достигает соотношения 1 к 10, и предоставление в качестве обеспечения по маржинальным позициям низколиквидных акций и корпоративных облигаций могут привести к актуализации системного риска;

2) разрушительные последствия для фондового рынка несут не сами маржинальные сделки, но их доминирование в общей структуре биржевого (Таблица 3); Данный тезис подтверждается тем фактом, что фондовые индексы США, Европы и Азии, где также распространены маржинальные сделки, снизились по сравнению с докризисным значением всего лишь в 2 раза, в то время как российский индекс РТС упал почти в пять раз;



**Таблица 3. Доля маржинальных сделок и сделок РЕПО в совокупном биржевом обороте российского фондового рынка в период кризиса 2008 года**

Вид сделок	Доля
Сделки РЕПО с акциями на ММВБ (%)	60
Сделки РЕПО с облигациями на ММВБ (%)	83
Маржинальные сделки с акциями на ММВБ (%)	20-25

3) кроме масштабов маржинальных сделок негативное влияние на фондовый рынок оказывают также многочисленные нарушения требований ФСФР в отношении величины финансового рычага и спектра маржинальных ценных бумаг и ценных бумаг, которые можно использовать в качестве обеспечения по маржинальным сделкам;

4) система регулирования маржинальных сделок в России нуждается в совершенствовании, направленном, прежде всего на снижение системного риска, возникающего по причине нарушения требований ФСФР одним или несколькими крупными участниками рынка.

**Третья группа проблем**, исследованных в диссертационной работе, посвящена вопросам совершенствования механизмов регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг с целью снижения системного и иных рисков данного вида сделок.

В работе были предложены авторские рекомендации по совершенствованию системы регулирования сделок с заемным капиталом на российском рынке ценных бумаг.

Во-первых, в диссертации доказана необходимость наделения ФСФР правом менять основные параметры маржинальных сделок (уровень начальной и критической маржи, список маржинальных ценных бумаг, временный запрет на совершение маржинальных сделок) минуя долгую процедуру согласования и регистрации в Минюсте.

Во-вторых, в соответствующей инструкции ФСФР предложено четко прописать следующие параметры пополнения торгового счета: способ и сроки информирования клиента о приближении уровня маржи к критическому значению, временной период после уведомления клиента о необходимости пополнения торгового счета, в течение которого брокерская компания не имеет права совершать принудительное закрытие позиций клиента, способ пополнения торгового счета, ранжирование ценных бумаг в зависимости от показателя ликвидности в целях первоначальной продажи (покупки) наиболее ликвидных акций.

В-третьих, обоснована необходимость отказа ФСФР от коллегияльного принятия решений относительно временной приостановки торгов. Одновременно с этим предложено внедрить автоматический запрет на продажу (как маржиналь-

ную, так и нет) ценных бумаг при снижении индекса или отдельной ценной бумаги на 5% и запрет на покупку ценных бумаг при росте индекса или отдельной ценной бумаги на 5% (в работе доказана оптимальность данной величины относительного изменения), установить часовой период на временную остановку торгов, после которого происходит смещение допустимого ценового диапазона.

Реализация данных мероприятий имеет следующие положительные последствия:

1) предсказуемость временной остановки торгов и, как следствие, учет возможности этого события в действиях участников торгов;

2) снижение давления на рынок со стороны участников торгов при приближении относительного изменения фондового индекса или отдельной ценной бумаги к пороговому значению в 5% и, как следствие, самокоррекция рынка;

3) снижение количества временных остановок торгов по причине внедрения вышеописанного механизма самокоррекции рынка;

4) использование частичной временной приостановки торгов (возможность покупок при сильном падении рынка и продаж - при сильном росте) вместо полного запрета на совершение сделок на неопределенный срок;

5) отсутствие ценовых разрывов при возобновлении торговой сессии и, как следствие, снижение вероятности принудительных закрытий маржинальных позиций.

Четвертая мера включает внедрение и использование на постоянной основе формализованного алгоритма решений ФСФР, разработанного автором, относительно изменения уровня маржи, списка маржинальных ценных бумаг, временной приостановки и возобновления маржинальных сделок, запрета на расчеты по сделкам РЕПО. Так как на все вышеописанные решения ФСФР влияет одна равнодействующая многочисленных факторов - волатильность рыночных котировок акций и фондового индекса в целом, то предлагаемый в диссертации алгоритм основывается на изменении данного показателя. При изменении рыночного курса ценной бумаги или фондового индекса в целом на 5% в течение одного торгового дня или на 10% в течение трех торговых сессий подряд размер финансового рычага предлагается автоматически снизить до соотношения 1 к 0,5, при этом обязательства по уже открытым маржинальным позициям должны быть исполнены в полном размере.

Пятое мероприятие по повышению эффективности регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг предполагает создание равных условий на маргинальном сегменте ММВБ и срочном рынке ФОРТС. Для достижения данной задачи в работе предлагается внедрить градации степени квалификации участника срочного рынка, увеличить биржевую комиссию за совершение сделок с фьючерсами и опционами, учитывать расходы участника маржинальных сделок на оплату процентов по заемным средствам при оценке общего финансового результата по итогам года.

Шестое предложение касается создания на российском фондовом рынке единого расчетного центра по маржинальным сделкам. Каждый брокер, предоставляющий своим клиентам услуги маржинальной торговли, обязан делать от-

числения в гарантийный фонд, который впоследствии должен выступать в качестве клирингового центра с соответствующей системой гарантии исполнения сделок.

Реализация предложенных с диссертационном исследовании мероприятий должна значительно снизить системный риск маржинальных сделок на российском фондовом рынке. Однако помимо совершенствования конкретных функций ФСФР необходимо изменить и сам подход к регулированию российского рынка, который, как доказывается в работе, основан на жестком административном воздействии, лишенном элементов учета взаимных интересов и обоюдного сотрудничества ФСФР и профессиональных участников рынка. В этой связи в диссертации предлагается наделить саморегулируемые организации полномочиями по оперативному контролю за деятельностью участников торгов в части совершения ими маржинальных сделок, по мониторингу, пресечению и наказанию маржинальных сделок, в которых нарушаются требования ФСФР как в отношении размера финансового рычага, так и в отношении списка маржинальных ценных бумаг и по сбору первичной отчетности в отношении маржинальных позиций, размеров финансового рычага, общего уровня задолженности по маржинальным сделкам, уровням текущей маржи клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг.

## **СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

### **Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:**

1. Чернышкин Д.Г. Маржинальные сделки как источник системного риска рынка ценных бумаг. // Вестник СГСЭУ. 2011. №2. - 0,36 п.л.
2. Чернышкин Д.Г. Регулирование маржинальных сделок в России. // Вестник СГСЭУ. 2011. №3. - 0,41 п.л.
3. Чернышкин, Д.Г. Маржинальные сделки на рынке ценных бумаг: функции и специфика их выполнения. // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. 2011. №5 (29). - 0,36 п.л.

### **Статьи и тезисы докладов в других изданиях:**

4. Чернышкин Д.Г. Проблемы управления рисками маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг. / Саратовский государственный социально-экономический университет. - Саратов, 2009. - 3 п.л.
5. Чернышкин Д.Г. Проблемы регулирования маржинальных сделок в России. Финансовые механизмы экономического роста России. Сборник научных трудов СГСЭУ. - Саратов: Издат. центр СГСЭУ, 2011. - 0,41 п.л.
6. Чернышкин Д.Г. Несистемные риски маржинальных сделок. "Столыпинские чтения. Российский флот и П.А. Столыпин". Сборник статей по итогам международной научной конференции. Севастополь: Севастопольский филиал СГСЭУ, 2011. - 0,27 п.л.

16 ~

7. Чернышкин Д.Г. Системные риски маржинальных сделок на рынке ценных бумаг. // Народное хозяйство. 2011. №1. - 0,45 п.л.

8. Чернышкин Д.Г. Проблемы классификации рисков маржинальных сделок на рынке ценных бумаг. // Подготовка кадров для инновационной экономики. Международный сб. науч. трудов. Саратов: Издательство "Наука". 2011. 0,18 п.л.

Подпись  
Бумага 1  
Печать с  
Заказ 23